



文 / 邹春昊

从不同视角看我国股票市场 IPO 折价现象

IPO折价是指新股发行价格往往会低于其上市首日的交易价格,一般用两者之间的百分比差异来表示,也称作IPO初始收益率。IPO折价,并不是一国或某些国家的个别现象,而是世界各国新股发行市场所呈现的普遍现象。迄今为止,这仍然是金融研究领域的一个谜,IPO初始收益率随发行时间和发行公司类型的显著变化仍然难以得到令人信服的解释。

我国股票市场 IPO 折价程度异常严重, IPO 初始收益率水平远高于其它国家,而且不同股票类型以及不同时期 IPO 的初始收益率也存在较大差异。虽然自 2009 年 6 月新股发行上市重启以来,我国股票市场 IPO 初始收益率水平已经明显降低,但是仍然超过其它国家许多。国内不少学者对我国 IPO 折价程度过高的现象进行了研究,促进了人们对 IPO 过高的初始收益率的认识,但是研究结果因模型、方法及样本期间不同而存在较大差异,还没有一种理论方法能够较好地解释我国新股发行市场高企的 IPO 初始收益率。

鉴于 IPO 折价问题的研究现状,本文基于 Rock (1986), Benveniste and Spindt (1989) 以及 Benveniste and Wilhelm (1990) 所提出的不对称信息研究路径,将 Kenney and Klein (1983) 的 Block Booking 理论运用于我国新股发行市场,并且利用沪深 A 股的股票 IPO 数据进行分析,希望从一个新的视角对我国新股发行市场较高的 IPO 折价程度进行

研究,并且形成对于我国新股发行制度改革的一些思考。

基于 Block Booking 理论分析我国股票市场 IPO 折价现象

Block Booking 策略的运用最早可以追溯到 1916 年,从那时起,这种操作策略就被广泛运用于美国动作电影行业的发行过程。Block Booking 策略是这样一种合约安排,它是指在某段时期内,电影发行商和电影放映商之间就电影放映权的交易遵循以下原则,即如果电影放映商决定购买发行商所发行的一部电影或一组电影的放映权,那么他必须同时购买该发行商所发行的其它部电影或其它组电影的放映权。

Block Booking 策略被广泛运用于许多行业的销售安排,并且取得了非常不错的效果。迄今为止,对 Block Booking 理论最完整而准确的经济解释应该归功于 Kenney and Klein (1983),他们指出采取 Block Booking 这种定价策略,主要是针对首次发售,而且销售完成前产品品质难以准确界定的这一类商品的销售定价,这是一种价格歧视的微妙形式,是一种平均定价机制,其结果会导致对某些市场某些产品的定价偏低,而对其它市场其它产品的定价偏高;而且这种策略设计也增强了合约的履约水平,有效阻止了购买者在商品品质知晓之后的承诺拒绝。对于拟发行的股票,其是首次在股票市场上发行、定价与销

售的,在设定发行价格时其真实价值存在较大的不确定性,只有待股票上市后才能确切知晓,这种类似的特征提供了运用 Block Booking 理论研究我国新股发行市场的可能。

本文假设存在具有信息的投资者,他们能够以某一较低的成本研究拟发行股票的市场价值。如果投资者有机会去申购一只新股,那么他们就会在以下两种类型中做出选择:(1)对拟发行股票进行研究,判断该股票的发行价格是否会超过其价值,如果该股票定价偏高,那么投资者就不会申购该只新股,如果该股票定价偏低,那么投资者就会申购该只新股,这种类型选择称作 lemon-dodging;(2)不对拟发行股票进行研究,不管该股票的发行价格是超过还是低于其价值,都会申购该只新股,这种类型选择称作 buying-the-block。

同时,本文假设新股发行过程是拟发行股票的企业,拟申购股票的投资者以及充当发行中介的投资银行,这三者之间的博弈;通过将 IPO 预期初始收益率分解为上行风险和下行风险(注:上行风险指假定所有负收益的实现值为零时的预期初始收益率的绝对值,下行风险指假定所有正收益的实现值为零时的预期初始收益率的绝对值),进而分析我国股票市场的 IPO 折价问题。

如果不存在投资银行作为发行中介,那么基于预期利润最大化的目标,投资者总是会选择作为 lemon-dodging 类型的投资者,以避免非零的下行风险,企业无法既设定正的发行价格,又保证发行成功。因此在股票发行过程中,必须引入投资银行作为发行中介,以帮助企业成功发行股票。作为主承销商的投资银行为了保证股票发行成功,其会选择采取 Block Booking 策略,与一个投资者联盟进行重复博弈,该联盟的投资者每一期都会选择 buying-the-block 策略;如果该联盟的投资者在任何一期违背这种关系,选择 lemon-dodging 策略,那么主承销商就会将其从该联盟中剔除。同时,投资银行为了确保投资者选择 buying-the-block 策略,必须提供回报以抵消投资者选择 lemon-dodging 策略的当期收益,即均衡时投资银行会平均折价

发行股票,从而使选择buying-the-block策略的投资者获得平均折价发行股票的收益流。因此,对于投资银行而言,它所确定的股票发行价格会使得投资者发现申购股票,即留在投资银行联盟中更有利可图,同时也能够以正的价格成功发行股票。

基于Block Booking理论的运用分析,本文从定性角度推导出平均而言股票折价发行以及IPO预期收益率随股票发行时间和所属类型不同而不同的结论,这种结论与现实的市场状况是相符的。同时本文推导出,采取Block Booking策略的投资银行所确定的股票发行价格,会使得发行时间不同、所属类型不同的股票发行具有相同的下行风险,该定价含义形成了解释IPO折价现象的新视角,可以基于我国股票市场发行数据进行检验。

本文选取我国股票发行采取核准制以来沪深A股的IPO数据,将样本按照上市时间和公司所属类型这两个维度进行分类,并且通过不同类型之间的下行风险比较来检验该理论对我国股票市场IPO折价程度的解释能力。结果表明,对于其中部分样本,IPO折价可以得到较好的解释,解释程度达到80%以上。这意味着,投资银行所设定的发行价格使得发行时间不同、所属类型不同的股票发行具有相同的下行风险,在这种情况下,IPO初始收益率的变化则主要归因于股票上市后价值分布的差异,这样我们就能够在某种程度上从定量角度追踪IPO初始收益率随时间和类型的变化特征。

对于我国新股发行制度改革的几点思考

1. 新股发行制度的改革不断朝着越加合理化、市场化的方向推进。本文研究发现,相较于基准类型2009年7月-2010年3月价值类股票IPO而言,2001年7月-2005年6月价值类股票IPO和2001年7月-2004年9月价值类股票IPO这两种类型的折价程度偏高;同时,相较于2001年7月-2005年6月价值类股票IPO而言,2001年7月-2004年9月价值类股票IPO的折价程度也偏高。对于上述样本期间之间的时间间隔,不乏我国新股发行制度改革的系列进程,例如2005年

1月1日我国新股发行询价制度的正式施行,以及2009年6月10日《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》的正式公布。因为随着新股发行定价机制越来越市场化,IPO折价程度应该能够越加接近理论所能解释的合理水平,也就是自然折价的部分,所以实践证明我国新股发行制度的改革是不断朝着越加合理化、市场化的方向推进的。

2. 新股发行制度的改革应该兼顾定价方式与配售机制的协同推进。本文研究发现,投资银行使用获得配售和折价这两个有吸引力的工具来形成自己的投资者联盟以保证股票发行成功,这两个工具是相互影响、相互制约的,它们的适当组合有利于改革目标的更好实现。因此,在推进定价机制改革的过程中,为了更好地实现我国新股发行制度改革的目标,应该同时加强对配售机制的改革,逐步改变完全按照资金量配售股份的状况,增加配售机制的灵活性和有效性,允许发行人和承销商根据自身判断选择股票配售对象,至少是允许其自主配售发行规模中一定比例的股票,只有这样才能使机构投资者获得与其报价水平相匹配的收益并承担相应责任,防止其定价随意性,以更好地实现询价机制市场化和合理化、价格发现功能优化的改革目标,同时也能够促使有利于公司发展的长期投资者的加入,促进股票市场的长期繁荣和稳健发展。

3. 机构投资者与中小投资者的配售比例安排应该综合考虑公平与效率这两个目标,基于不同发展阶段权衡选择。本文研究发现,基于我国股票市场的特殊国情,配售比例的安排不是越偏向机构投资者越好,也不是越偏向中小投资者越好,过分强调公平或者效率都是不利的:过分强调公平会导致市场效率丧失,也许最终会导致投资者厌恶公平,而要求向效率转变;过分强调效率会导致市场公平丧失,降低广大中小投资者的参与热情,也许最终会导致股票发行的失败。因此,对于机构投资者与中小投资者股票配售比例的确定,应该根据不同发展阶段及其改革目标设定基准水平,并且采取适当的回拨机制加以动态调整,以更好地实现公平与效率的权衡。当前我国新股发行市场所实行的网上网下申

购参与对象分开以及对网上单个申购账户设定上限的规定实际上就是配售机制公平性方面的努力,这些举措在某种程度上改变了完全按照资金量配售股份的状况,同时又不会影响新股定价的有效性。在配售制度的改革过程中,一味地关注配售比例的安排也是不够的,我们可以这样考虑:在配售比例安排上兼顾公平与效率,并且通过回拨机制进行适时适当调节;在网上发行方面优先考虑公平性;在网下发行方面优先考虑效率性,也许这样能够更好地实现公平与效率的权衡。

4. 提高申购新股投资者的风险意识,强调新股发行市场风险。本文研究发现,平均而言IPO折价发行,这是保证投资者持续申购新股,确保新股发行成功的重要前提。但是,IPO折价发行仅仅是平均而言,对于某些股票也许定价会偏低,从而导致正的初始收益率,对于某些股票也许定价会偏高,从而导致负的初始收益率。我们无法保证所有新股申购都会带来正收益,在申购过程中难免会面对下行风险。同时,2009年6月股票发行上市重启以来,我国新股上市首日破发现象增多,而且随着新股定价机制的不断市场化,IPO初始收益率的空间会相继收窄,投资者申购新股收益的不确定性也会加大,投资者所形成的价格稳定幻觉也会逐渐消失。因此,在新股发行制度改革过程中,必须提高投资者的风险意识,强调一级市场风险,促使投资者对申购新股收益和风险的合理判断,这样就能在一定程度上减少投资者申购新股的投机行为,也能够一定程度上促进新股发行制度改革朝向越加市场化和合理化的方向推进。

总之,过高的IPO初始收益率有碍股票市场的健康运行,但是过低或者负的IPO初始收益率也未必就是好的。只有适时稳妥地推进新股发行定价制度改革,形成恰当的定价机制安排和配售制度安排,才能够使得不同时间、不同类型的股票IPO具有相匹配的、合理的折价水平,才能够实现一级市场与二级市场的良性循环与共同繁荣,促进股票市场的长期健康发展。 □

(作者单位:厦门大学王亚南经济研究院)